

跟踪评级公告

联合〔2019〕1689号

凯撒（中国）文化股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

凯撒（中国）文化股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”

凯撒（中国）文化股份有限公司公开发行的“17 凯文 01”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

凯撒（中国）文化股份有限公司 公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA- 评级展望：稳定

上次评级结果：AA- 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
17 凯文 01	3.00 亿元	3 年 (2+1)	AAA	AAA	2018 年 6 月 20 日

担保方：深圳市高新投集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销连带责任保证担保

跟踪评级时间：2019 年 6 月 24 日

主要财务数据

发行人——凯撒文化

项目	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	46.31	47.88	49.53
所有者权益（亿元）	37.18	39.15	40.31
长期债务（亿元）	3.13	2.99	2.99
全部债务（亿元）	5.18	6.05	6.94
营业收入（亿元）	7.04	7.45	2.60
净利润（亿元）	2.49	2.78	1.17
EBITDA（亿元）	3.61	4.53	--
经营性净现金流（亿元）	1.99	1.37	-0.02
营业利润率（%）	65.75	54.59	76.64
净资产收益率（%）	6.94	7.29	3.02
资产负债率（%）	19.72	18.22	18.62
全部债务资本化比率（%）	12.23	13.38	14.69
流动比率（倍）	1.76	1.61	1.73
EBITDA 全部债务比（倍）	0.70	0.75	--
EBITDA 利息倍数（倍）	15.91	11.59	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.20	1.51	--

担保方——高新投

项目	2016 年	2017 年	18 年 9 月
资产总额（亿元）	78.99	134.70	196.15
所有者权益（亿元）	65.59	111.96	115.34
营业总收入（亿元）	11.01	15.05	13.49
净利润（亿元）	7.09	8.35	8.62
平均净资产收益率（%）	10.94	9.40	7.59

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；除特别说明外，均指人民币；2、公司 2019 年一季度报表未经审计，相关指标未年化；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，凯撒（中国）文化股份有限公司（以下简称“公司”或“凯撒文化”）作为以 IP 版权运营和手机游戏为主的泛娱乐公司，整体经营业绩较为稳定，期末 IP 储备较为丰富，整体债务负担较轻。但同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到游戏行业较易受政策影响，2018 年公司新上线运营游戏数量较少，主要在运营游戏月均活跃率出现下滑，现金类资产大幅下降、应收账款增长较快、商誉规模较大未来面临一定减值风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在研游戏上线，IP 版权运营业务稳步发展，以及拟筹备影视/动漫作品陆续推出，公司经营状况有望保持良好。

“17 凯文 01”由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。高新投为深圳市人民政府出资组建的国有控股公司，现已形成了担保业务、创投业务、小额贷款等全链条的金融服务产业，近年来股东对高新投支持力度较大，高新投资本较充足。高新投的担保对“17 凯文 01”债券信用水平的提升仍起到显著的积极作用。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”；同时维持“17 凯文 01”的债项信用等级为 AAA。

优势

1. 公司围绕 IP 资源一体化的泛娱乐经营模式有助于降低公司经营风险，提高盈利能力。公司具有较强的 IP 运营能力，IP 储备较为丰富。

2. 公司目前在研游戏数量较多，随着在研游戏的陆续上线运营，公司收入和利润规模有望增长。

3. 高新投为深圳市人民政府出资组建的国有控股公司，近年来股东对高新投支持力度较大，高新投资本较充足，高新投对本期债券的担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注

1. 网络游戏人口红利期基本结束，市场竞争加剧，大量中小型游戏开发商面临被进一步淘汰的风险，未来行业集中度将逐步提升，公司面临较大的市场风险。

2. 公司版权运营业务中毛利率较低的影视项目收入增加导致整体版权业务毛利率下降，利润空间压缩。

3. 公司应收账款增长较快，规模较大，对公司资金形成了较大的占用。公司应收账款的坏账损失跌价损失对公司利润造成一定影响。

4. 目前公司现金类资产规模较小，而短期债务规模较大，公司面临一定的流动性压力。

5. 公司溢价收购游戏公司，形成较大规模商誉，虽然被收购公司业绩承诺期已结束，公司仍面临承诺期过后经营波动风险、管理团队融合风险和商誉减值风险。

分析师

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

戴非易

电话：010-85172818

邮箱：daify@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

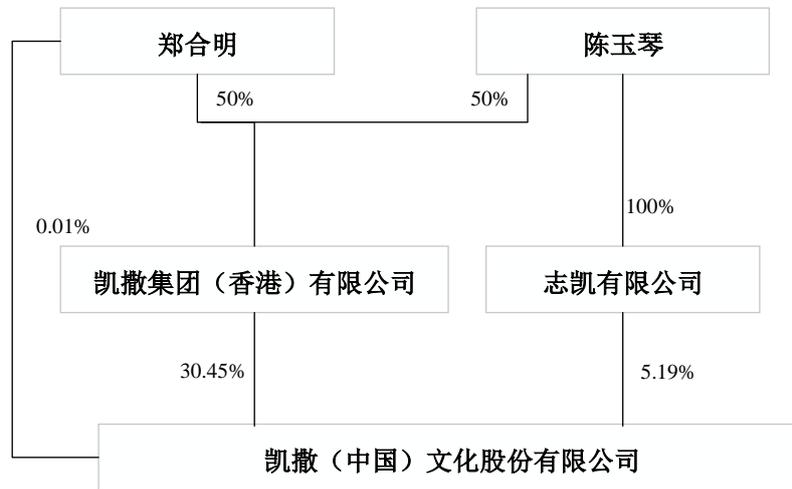


联合信用评级有限公司

一、主体概况

凯撒（中国）文化股份有限公司（以下简称“公司”或“凯撒文化”）前身为成立于 1994 年 12 月的凯撒（汕头）有限公司。2002 年 5 月，凯撒文化由凯撒国际集团香港有限公司、汕头市伯杰投资有限公司等 5 个发起人设立改制为外商投资股份有限公司，更名为凯撒（中国）股份有限公司（以下简称“凯撒股份”），注册资本为 5,000 万元。2006 年 5 月，凯撒股份经股份转让和增资，注册资本增至 8,000 万元。2010 年 6 月，凯撒股份在深圳证券交易所公开发行股票 2,700 万股（证券简称：凯撒股份；股票代码：002425.SZ），注册资本变更为 10,700 万元。2016 年 9 月，凯撒股份更名为现名称。后经过多次转增股本、送红股和定向增发，截至 2018 年底，公司股本为 81,374.44 万股，控股股东为凯撒集团（香港）有限公司（以下简称“凯撒集团”）和志凯有限公司，持股比例分别为 30.45%（股权质押比例为 70.08%）和 5.19%（股权质押比例为 61.85%），实际控制人为郑合明、陈玉琴夫妇，具体情况如下图所示。

图 1 截至 2018 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2018 年底，公司经营范围未发生变化。截至 2018 年底，公司组织结构由 2017 年的 11 个部门变为 10 个部门（附件 1），不再设立漫画事业部，其余部门均无变化；合并报表范围包括 25 家子公司，员工总数 717 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 47.88 亿元，负债合计 8.72 亿元，所有者权益（含少数股东权益）39.15 亿元，其中归属于母公司所有者权益 39.17 亿元。2018 年，公司实现营业收入 7.45 亿元，净利润（含少数股东损益）2.78 亿元。其中，归属于母公司所有者的净利润 2.78 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.37 亿元，现金及现金等价物净增加额 -1.82 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 49.53 亿元，负债合计 9.22 亿元，所有者权益（含少数股东权益）40.31 亿元，其中归属于母公司所有者权益 40.33 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.60 亿元，净利润（含少数股东损益）1.17 亿元。其中，归属于母公司所有者的净利润 1.17 亿元；经营活动产生的现金流量净额 -0.02 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.08 亿元。

公司注册地址：汕头市龙湖珠津工业区珠津一街 3 号凯撒工业城；法定代表人：郑合明。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2017]612号”文核准，公司可公开发行面值总额不超过5亿元（含5亿元）的公司债券。公司采取分期发行方式，“凯撒（中国）文化股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”已于2017年7月10日发行，发行规模为3.00亿元，期限为3年，附第2年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，并于2017年8月2日上市，债券代码：112540.SZ，债券简称：17凯文01。

“17凯文01”实际募集资金净额29,730万元。公司已于2018年7月10日支付“17凯文01”2017年7月10日到2018年7月9日的利息。截至2018年底，募集资金已全部使用完毕，资金使用情况与募集说明书承诺一致。

“17凯文01”由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投”）提供无条件不可撤销连带责任保证担保

三、行业分析

公司通过持续收购布局互联网泛娱乐业务，收入构成包括网络游戏和IP版权运营，以网络游戏为主，以下主要分析网络游戏行业。

1. 行业概况

互联网游戏是指以互联网为传输媒介，以游戏运营商服务器和用户计算机、手机等为处理终端，以游戏的客户端软件或互联网浏览器为信息交互窗口的个体性多人在线游戏，旨在实现娱乐、休闲、交流和取得虚拟成就的目标。随着智能手机CPU处理能力、内存容量、显示屏尺寸等硬件性能大幅提高，世界观宏大、游戏策略复杂、多人交互、画面精美的网络游戏应用于移动端得以实现。

从市场规模看，2018年，中国游戏市场实际销售收入已超过2,100.00亿元，达2,144.40亿元，同比增长5.30%，占同期全球市场比例约为23.60%，但经过多年的高速增长，网络游戏行业已步入成熟稳定的发展周期，收入增速正逐渐放缓。

细分市场来看，2018年，移动游戏市场实际销售收入1,339.60亿元，同比增长15.40%，占比为62.50%，移动游戏销售收入较上年增速进一步放缓，主要受用户需求改变、用户获取难度提升、新产品竞争力减弱等因素影响；客户端游戏市场实际销售收入619.60亿元，占比下降至28.90%；网页游戏市场实际销售收入126.50亿元，占比大幅下降至5.90%；家庭游戏机游戏市场实际销售收入10.50亿元，占比为0.50%。

此外，随着中国网络游戏行业的崛起，越来越多企业开始走出国门，与脸书、谷歌商店等多个海外渠道建立了长期稳定的合作关系，以及通过收购或自建平台的形式全面展开海外布局，海外游戏市场也已成为中国游戏企业重要的收入来源。数据显示，2018年，中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入达95.90亿美元，同比增长15.80%。

总体看，中国互联网游戏市场主要由移动游戏、客户端游戏和网页游戏构成；经历了数年爆发式快速增长之后，2018年移动游戏市场销售收入增长进一步放缓，客户端游戏及网页游戏市场规模持续下降。

2. 行业竞争格局

早前，网络游戏行业竞争格局始终处于不断变化和动态调整中，但随着行业走向成熟，一批具有较强研运实力、较大营收规模的网络游戏企业脱颖而出。截至2018年底，中国上市游戏企业

数量达 199 家，其中 A 股上市游戏企业 151 家，港股上市游戏企业 33 家，美股上市游戏企业 15 家。

网络游戏行业市场竞争格局已基本形成。其中，第一梯队为腾讯、网易，第二梯队则以三七互娱、完美世界及游族网络为代表，第三梯队为其他游戏企业。具体份额来看，2018 年第一季度，腾讯游戏占据着一半以上份额，约为 55.7%；网易游戏紧随其后，所占份额约为 13.6%；腾讯、网易两大巨头合计比重达 69.3%，集中度较高，市场份额进一步向头部靠拢。在移动游戏领域，腾讯游戏凭借强大的研发能力及庞大的平台用户群一家独大，用户规模及渗透率遥遥领先。根据极光数据，2018 年 10 月，腾讯旗下手游用户规模达到 3.80 亿，渗透率为 34.6%；另一个巨头网易旗下手游同期用户规模仅有 0.42 亿，渗透率为 3.8%。

总体看，网络游戏行业参与者较多，但行业收入集中于头部，且整体行业集中度不断提升。

3. 行业政策

2018 年 3 月底开始，相关部门对游戏版号审批停发；2018 年 8 月 30 日，教育部等八部门联合发布了《综合防控儿童青少年近视实施方案》，明确八个部门防控近视的职责和任务，包括实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间。截至 2018 年底，国内已有长达 9 个月没有发放新的游戏版号。在暂停发放版号的早期，依然可以提交申请版号，但是 2018 年 9 月份左右申报系统维护，就不能再申请。2018 年 12 月底，发放之前积压的版号，从恢复发放版号以来，目前每月均发放一批新版号。

2019 年 4 月 19 日，国家新闻出版广电总局官网上发布了出版国产网络游戏作品审批、出版境外著作权人授权的互联网游戏作品审批消息，同时发布三份申请书：《出版国产电脑网络游戏作品申请书》、《出版国产移动游戏作品申请表》和《出版境外著作权人授权互联网游戏作品申请书》，标志着国内游戏版号恢复发放及审批。

总体看，2018 年游戏审批程序停滞，对游戏行业经营造成一定影响；随着 2019 年游戏版号的逐步发放以及开放新的版号申请渠道，未来游戏行业有望恢复发展。

4. 行业发展

移动游戏经历高速增长阶段过后，内容创新和研发能力将成为游戏厂商核心竞争要素；移动游戏精品化以及付费规模提高将成为推动移动游戏市场发展的因素之一；行业面临整合趋势，市场集中度将逐渐提高；推动国内游戏市场发展的流量红利期基本完成，国内游戏市场集中于头部，海外拓展将是游戏企业未来发展的方向之一；互联网游戏产品向“平台化”发展，PC 客户端游戏电竞化；技术发展是推动游戏市场发展的核心驱动力。

总体看，中国互联网游戏市场游戏将不断精品化；游戏行业市场集中度将逐渐提高；海外拓展或将是游戏企业未来发展的方向之一；PC 客户端游戏倾向于电竞化、互联网游戏产品向“平台化”发展；技术发展是推动游戏市场发展的核心驱动力。

四、公司管理

2018 年，公司监事会主席林洪应因个人原因离任，股东大会选举吴美虹为新任监事会主席。

公司监事会主席吴美虹，女，中国国籍，1970 年出生，初中学历，1994 年加入公司工作，现任公司服装事业部副总经理、监事会主席。

除此之外，董事、监事及管理层人员未发生变动，公司核心管理人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司于 2015 年开始，通过收购杭州幻文（2015 年 6 月）、酷牛互动（2015 年 3 月）和天上友嘉（2016 年 5 月）进入互联网泛娱乐业，文化娱乐业收入成为公司利润的主要来源。2016 年 3 月起公司停止服装生产，对服装业务采取品牌授权经营方式，收取一定品牌费，通过被授权经营单位消化公司服装产品库存。2018 年，公司实现营业收入 7.45 亿元，同比增长 5.79%；实现净利润 2.78 亿元，同比 11.58%。

从收入构成看，2018 年，公司游戏分成收入、技术服务收入、版权运营收入和成品服装收入分别占 55.88%、9.34%、28.25%和 3.74%，公司游戏板块的收入包含在游戏分成和技术服务中。游戏分成为公司因游戏上线运营而获得的分成收入（包括公司作为游戏联合运营商获得的分成、IP 版权取得的分成、以及公司作为游戏研发商获得的游戏分成），技术服务为公司进行游戏研发而取得的研发收入。2018 年，公司游戏分成收入 4.16 亿元，同比增长 2.02%；技术服务收入为 0.70 亿元，同比下降 28.44%，主要系游戏研发业务规模下降所致；版权运营收入 2.10 亿元，同比增长 109.39%，主要系影视项目转让增加所致；成品服装收入 0.28 亿元，同比下降 64.37%，服装清理库存持续推进。

从毛利率水平看，2018 年，公司游戏分成毛利率为 53.01%，同比下降 18.26 个百分点，主要系公司从 CP 厂商前移为联合运营，成本增加需要向 IP 权利人支付权利金（CP 无须对外进行成本支付），造成收入增加但毛利率下降；公司技术服务毛利率 89.82%，同比下降 7.89 个百分点；版权运营毛利率 54.46%，同比下降 15.16 个百分点，主要系所转让的影视投资项目毛利较低所致；成品服装销售毛利率-12.67%，同比大幅下降，主要系清理库存，低价销售所致。综上，2018 年，公司综合毛利率为 55.31%，较上年下降 11.26 个百分点。

表 1 2016~2018 年公司营业收入情况和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
成品服装	12,237.98	23.54	20.51	7,823.05	11.11	4.51	2,787.38	3.74	-12.67
皮草贸易	1,953.76	3.76	7.41	--	--	--	--	--	--
游戏分成	18,708.84	35.98	90.15	40,786.17	57.95	71.27	41,610.04	55.88	53.01
数字阅读	12.32	0.02	-663.87	36.18	0.05	50.97	--	--	--
技术服务	7,941.76	15.27	95.92	9,717.87	13.81	97.71	6,954.41	9.34	89.82
版权运营	9,491.68	18.26	88.13	10,047.00	14.27	69.73	21,037.47	28.25	54.46
其他	1,646.72	3.17	32.14	1,976.90	2.81	47.13	2,076.54	2.79	85.74
合计	51,993.06	100.00	69.15	70,387.17	100.00	66.57	74,465.83	100.00	55.31

资料来源：公司提供

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.60 亿元，较上年同期增长 78.54%，主要系游戏业务规模扩大所致；净利润 1.17 亿元，同比增长 100.00%。

总体看，跟踪期内，公司营业收入较为稳定，但因公司运营策略改变导致毛利较低的泛娱乐

收入占比增加，综合毛利率水平有所下降。

2. IP 版权运营

公司 IP 运营与主要 IP 采购仍由全资子公司杭州幻文科技有限公司（以下简称“杭州幻文”）经营，是公司的主要 IP 资源库与 IP 资源渠道方，动漫 IP 资源由公司总部进行采购。

2018 年，公司版权运营收入 2.10 亿元，同比增长 109.39%，较上年大幅增长，主要系影视项目转让增加所致；2018 年毛利率 54.46%，同比下降 15.16 个百分点，主要系影视项目毛利较低所致。

IP 获取渠道方面，截至 2018 年底，公司与杭州幻文合作作家数量为 873 人，合作版权授权机构 27 个，合作影视机构 15 个。

从 IP 采购情况看，2018 年 IP 采购数量较上年增加 3 个至 31 个；IP 采购金额为 0.83 亿元，较上年有所下降，IP 采购均价由 427.49 万元/个下降至 269.25 万元/个，采购成本大幅下降，主要系版权运营行业成本普遍下降所致。

从 IP 运营情况看，2018 年，公司 IP 授权金收入为 1.00 亿元，较上年基本持平；IP 分成收入大幅下降 94.39% 至 184.66 万元（计入游戏分成收入），主要系 2018 年游戏行业版号“暂停审批”政策影响所致。公司 IP 版权运营业务的采购和销售成交价格取决于供需双方的谈判，近年来公司采购价格涨幅高于销售价格涨幅，公司单纯版权交易业务的利润空间有所压缩。目前，公司通过减少授权金的金额，适当扩大后端流水分成，降低公司的经营风险。从 2017 年四季度开始，公司通过参与影视投资的形式拓展版权运营的新业务，见下文动漫影视业务分析。

表 2 2016~2018 年公司 IP 版权采购及运营情况（单位：个、万元、万元/个）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
IP 采购数量	51	28	31
IP 采购金额	21,743.24	11,969.59	8,346.82
平均采购单价	426.34	427.49	269.25
其中：自用 IP 采购金额	16,276.74	6,299.80	722.64
IP 授权数量	38	11	20
取得 IP 授权金收入	9,491.68	10,047.00	10,700.47
取得 IP 分成收入	565.21	3,293.91	184.66
数字阅读收入	12.32	36.18	--

资料来源：公司提供

公司 IP 储备较为丰富，截至 2018 年底，公司 IP 库中全版权 IP 总数为 42 个，以原始 IP 形态的网络文学和动漫为主，公司主要在手 IP 具体如下表所示，其中 2019 年计划重点运作 IP 项目为 28 个。

表 3 截至 2018 年底公司重要在手 IP 情况

序号	版权名称	授权类型	IP 介绍
1	《神州奇侠》	网页、手游	作者温瑞安当代武侠小说名家，与金庸、梁羽生、古龙并称武侠小说四大家。其作品四大名捕系列、神州奇侠系列、七大寇系列、七帮八会九联盟系列、方邪真系列、白衣方振眉系列、说英雄谁是英雄系列、神相李布衣系列，多部被改编为影视，受到广大观众的喜爱。
2	《四大名捕》	游戏等改编权	
3	四大名捕战天王包含《纵横》、《风流》两部	游戏	
4	系列作品包含《温柔一刀》、《一怒拔剑》、《惊艳一枪》等 8 部作品	游戏	
5	《天火大道》	游戏	
			作者唐家三少是阅文集团白金作家，网络文学代表人物之一。该作品起点网点击量为 280.51 万总点击。

6	《尘缘》	影视、游戏等	作者烟雨江南是纵横中文网签约作者，中国作家协会会员，号称网络经典创造者。该作品点击过亿，在 17k 小说网有 917.9 万粉丝值，在 2009 年举办的“网络文学十年盘点”荣获十佳优秀作品。
7	《飘渺之旅》	影视、游戏等	该作品被称为网络玄幻中修真类作品的奠基之作，和《诛仙》、《小兵传奇》一起被誉为“网络三大奇书”。
8	《五行天》	影视、游戏等	作者方想是中国网络作家富豪榜当红上榜作家。该作品在起点网点击量为 381.08 万总点击。
9	《中华英雄》	游戏等改编权	作家马荣成是香港著名漫画家。该作品 1982 年问世曾创造出十八万的惊人销量，并开创写实型漫画之风。
10	《造化之门》	游戏等改编权	作者鹅是老五是起点中文网签约作家，获得起点大神之光称号。该作品在起点网点击量为 1,345.23 万总点击。
11	《王道剑》	游戏等改编权	作者上官鼎是上世纪 60 年代台湾红极一时的新派武侠小说作家，现为中华文化总会会长。该作品是上官鼎重出江湖的新派武林小说，得到京东网买家好评度 96%，得到卓越网好评度 99.3%。
12	《一剑飞仙》	影视、游戏等	作者流浪的蛤蟆是阅文集团大神作家，网络文学知名作家。该作品在起点网的点击量为 438.04 万总点击，获得起点网 2016 年 1 月月票榜第四名。
13	腾讯动漫系列	影视、游戏等	《从前有座灵剑山》、《超游世界》、《东郭小节》、《银之守墓人》、《山河社稷图》、《幻界王》、《妖精种植手册》、《我的天劫女友》、《我的逆天神器》、《降灵记》。
15	《新葫芦兄弟》	游戏	经典国漫，上海美术电影制作厂拥有原《葫芦兄弟》版权。
15	《焚天倾城诀》	影视、游戏	作者流浪的蛤蟆是阅文集团大神作家，网络文学知名作家。
16	《真相》	游戏、动漫	年轮映画网剧已立项项目，计划 19 年上映，影游联动项目
17	《源世界之天衍》	游戏、影视	作者跳舞是起点中文网白金作家，中国作协会员、最具号召力的网络作家之一，也是最为成功的网络职业作家之一。自 2004 年创作《嬉皮笑脸》以来，跳舞已完成了《恶魔法则》等七部作品，作品网络总点击量超过一亿，作品简体出版，多部作品完成网络游戏跨平台改编。
18	龙符	游戏等改编权	作者梦入神机，职业写手，原起点中文网白金作家，现纵横中文网领军作家。2006 年开始网文创作，十年创作九部经典，在其作品首发网站的总点击高达 3.6 亿。
19	玄界之门	游戏等改编权	作者忘语，阅文集团白金作家，《凡人修仙传》一书在业内创造传奇，成为“凡人流”作品开山鼻祖，起点第一部百盟书，起点推荐票总榜第一名（凡人修仙传）、起点收藏总榜第一名（玄界之门）。曾获 2015 中国原创文学风云榜年度人气作家，2016 中国原创文学风云榜男频小说第一名。
20	幽游白书	游戏	《幽游白书》是日本漫画家富坚义博于 1990~1994 年连载于《周刊少年 Jump》的漫画作品，在连载期间与《七龙珠》《灌篮高手》一同并列为 1990 年代中《周刊少年 Jump》的三大代表漫画。
21	蒙古秘藏	游戏及影视改编权	《蒙古秘藏》是 2013 年东方出版社出版的系列图书，作者是独立学者、当代著名作家殷谦。《蒙古秘藏》第一部是《蒙古秘藏 1：发现成吉思汗陵》，第二部是《忽必烈秘器》，第三部是《传国玉玺》，这三部长篇小说主要讲述了几位考古学家为了寻找成吉思汗陵而辗转各地考古发现，主人公亲身经历或通过梦境等逐步揭露了很多鲜为人知的历史真相，包括围绕早已失传的蒙古秘术所展开的悬疑剧情，作者的小说写作手法比较隐喻，人物刻画生动细腻，故事情节跌宕起伏，引人入胜，这部系列小说可以说很真实地再现了蒙元历史，可贵的是其中有不少是同时作为学者的作者的考证结果和作者对那段历史独特的见解。

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司购入 IP 数量小幅增加，IP 采购均价大幅下降，期末在手 IP 储备较为丰富，重要在手 IP 质量较高。

3. 游戏研发

公司游戏研发主要由子公司酷牛互动和天上友嘉进行，酷牛互动擅长卡牌与 MMORPG（大型多人在线角色扮演）手游研发，天上友嘉擅长 3D 卡牌和 SLG（策略游戏）手游的研发。

受游戏行业版号受限影响，2018 年，公司新增研发游戏 4 个，较上年减少 7 个；完成研发游戏 2 个，较上年减少 4 个；在研游戏 15 款，较上年增加 2 个。

表 4 2016~2018 年公司游戏研发情况 (单位: 个)

项目	2016 年	2017 年	2018 年
新增研发游戏	10	11	4
本年(季)度完成研发游戏	6	6	2
期末在研游戏	8	13	15

资料来源: 公司提供

截至 2018 年底, 公司在研游戏中, 以 MMO、SLG、MMORPG 等类型游戏为主, 公司在研游戏呈中重度化态势, 中重度游戏具有较好的付费率、生命周期较长、ARPU 值较高的特点, 有利于公司未来游戏收入持续提高。公司在研游戏中, 均计划于 2019 年发布上线, 可为公司游戏业务收入和利润提供一定支撑, 但游戏运营效果仍存在一定不确定性。截至 2018 年底, 公司在研游戏预计未来尚需投入 0.64 亿元, 投资规模不大。

表 5 截至 2018 年底公司在研游戏 (单位: 万元)

项目	游戏终端	游戏类型	计划上线时间	研发阶段	预计未来投入金额
游戏 1	手机	MMO	2019 年	测试中	1,100.00
游戏 2	手机	MMORPG	2019 年	测试中	180.00
游戏 3	手机	MMORPG	2019 年	铺量开发阶段	752.21
游戏 4	手机	MMO	2019 年	技术测试版本	1,000.00
游戏 5	手机	横版格斗 MMO	2019 年	测试中	200.00
游戏 6	手机	MMO	2019 年	测试中	-
游戏 7	手机	竖版放置类 卡牌	2019 年	美术优化阶段	250.00
游戏 8	手机	SLG 手游	2019 年	产品调改阶段	295.00
游戏 9	手机	SLG 手游	2019 年	研发中	150.00
游戏 10	手机	ARPG	2019 年	商业化数据调优 阶段	175.00
游戏 11	手机	ARPG	2020 年	研发进行中	250.00
游戏 12	手机	SLG	2019 年	Alpha 版本	570.90
游戏 13	手机	SLG	2019 年	Alpha 版本	581.40
游戏 14	手机	SLG	2019 年	CB 版本	406.60
游戏 15	手机	卡牌	2019 年	重铸首测版本	133.00
合计	--	--	--	--	6,044.11

资料来源: 公司提供、联合评级整理

总体看, 跟踪期内, 受游戏行业“版号”政策影响, 公司新增研发游戏项目及完成研发游戏项目数量均出现下降; 公司目前在研游戏数量较多, 投资规模不大, 除游戏 11 计划于 2020 年上线运营外均均计划于 2019 年上线运营, 将有望对公司收入和现金流起到有益补充。

4. 游戏运营

公司游戏盈利模式是免费下载游戏软件, 通过销售游戏中的虚拟道具获取收入。由于国内游戏发行市场主要被几家超大发行商所垄断, 并且大型发行商 IP 储备丰富, 酷牛互动和天上友嘉在被公司收购前与发行商的合作模式通常为“IP 定制开发+发行”, 即大型发行商提供 IP 委托游戏开发商进行游戏开发, 开发完成后发行商进行游戏推广并与游戏开发商进行收入分成。酷牛互动和

天上友嘉被收购后，可以在公司 IP 库中采购 IP，收购完成后酷牛和友嘉均不再继续发行业务。

表 6 2016~2018 年公司前五位游戏收入情况（单位：万元、%）

2016 年			2017 年			2018 年		
主要游戏	收入	占比	主要游戏	收入	占比	主要游戏	收入	占比
少年四大名捕	3,336.83	12.52	三国志 2017	20,364.33	40.32	三国志 2017	31,909.12	65.70
圣斗士星矢：重生	3,073.89	11.53	圣斗士星矢：重生	4,058.19	8.04	圣斗士星矢：重生	3,301.89	6.80
新仙剑奇侠传 3D	2,660.89	9.98	热血大唐	1,980.77	3.92	战姬三国志	3,196.11	6.58
紫青双剑	2,540.57	9.53	轩辕剑 3 手游版	1,636.70	3.24	屠龙在手	2,836.40	5.84
古惑仔	2,221.06	8.33	众神征战	1,543.04	3.06	风暴三国	1,240.34	2.55
合计	13,833.24	51.89	合计	29,583.03	58.58	合计	42,012.16	86.51

资料来源：公司提供、联合评级整理
注：占比为占游戏板块收入的比重

从游戏运营情况看，游戏产品生命周期较短。2018 年，对公司收入贡献较大的游戏为《三国志 2017》、《圣斗士星矢：重生》、《新仙剑奇侠传 3D》和《屠龙在手》，其中只有 1 款为 2018 年新上线游戏。截至 2018 年底，以上四款游戏玩家总数分别达到了 1,084.70 万人、731.74 万人、1,440.04 万人和 50.46 万人，其中除《屠龙在手》为新上线游戏外 2018 年玩家总人数均有所增长。从月均活跃率看，以上四款游戏 2018 年月均活跃率分别为 6.40%、2.08%、0.26%和 18.37%。从付费率情况看，以上四款游戏 2018 年月均付费率分别为 14.74%、11.04%、6.56%和 8.37%，《三国志 2017》付费率水平较高，《圣斗士星矢：重生》付费率水平有所下降。从付费水平看，以上四款游戏 2017 年月均 ARPPU 分别为 1,102.00 元、726.00 元、673.00 元和 643.10 元，付费水平较高，《三国志 2017》和《圣斗士星矢：重生》留存忠诚玩家，付费程度提高。以上四款游戏 2018 年分别产生了 3.19 亿元、0.33 亿元、0.32 亿元和 0.12 亿元的收入，其中《圣斗士星矢：重生》于 2018 年的充值金额较上年有所下降，但仍处在较高的水平。《三国志 2017》于 2017 年 8 月上线运营，虽然 2017 年该款游戏充值金额较大，但很大比例的充值流水于 2018 年才到达下游结算时点。

表 7 2016~2018 年公司主要游戏运营情况（单位：人、%、元、万元）

项目	上线时间	年度	游戏总玩家数量	月均活跃率	月均付费率	月均 ARPPU 值	本期游戏充值金额
轩辕剑 3 手游版	2017 年 2 月	2016 年	--	--	--	--	--
		2017 年	2,236,498	24.46	8.37	543.47	9,360.33
		2018 年	2,427,404	0.49	11.53	681.00	1,061.90
三国志 2017	2017 年 8 月	2016 年	--	--	--	--	--
		2017 年	5,485,524	47.22	14.74	559.33	32,795.51
		2018 年	10,847,821	6.40	6.30	1,102.00	56,831.90
圣斗士星矢：重生	2016 年 4 月	2016 年	4,824,171	34.42	9.60	560.71	27,924.77
		2017 年	6,391,892	4.14	11.04	794.36	24,081.09
		2018 年	7,317,418	2.08	10.84	726.00	14,290.76
紫青双剑	2016 年 10 月	2016 年	1,182,109	53.82	7.35	729.07	6,070.51
		2017 年	1,386,291	2.04	15.21	267.58	1,111.31
		2018 年	--	--	--	--	--

热血大唐	2017年 3月	2016年	--	--	--	--	--
		2017年	1,963,716	34.57	6.56	277.42	4,784.32
		2018年	--	--	--	--	--
新仙剑奇侠传3D	2015年 5月	2016年	13,644,705	2.31	7.33	787.90	19,705.47
		2017年	14,113,594	0.81	7.83	674.68	6,805.14
		2018年	14,400,499	0.26	9.90	673.00	2,973.55
萌幻三国安卓	2018年 7月	2018年	232,770	18.73	7.98	410.60	863.81
萌幻三国ios	2018年 8月	2018年	22,124	28.91	13.80	1054.93	350.09
屠龙在手	2018年 7月	2018年	504,590	18.37	11.32	643.10	3,976.45

资料来源：公司提供、联合评级整理。

注：月均活跃率=月均活跃玩家人数/游戏玩家总人数，月均付费率=月均付费玩家人数/月均活跃玩家人数，月均ARPPU值为付费用户ARPU值。

从发行和渠道集中度看，2018年酷牛互动和天上友嘉的前五名发行或渠道商销售占比分别为57.42%和68.74%，集中度较高，符合我国游戏行业特点。

表8 2018年酷牛互动和天上友嘉前五名销售情况（单位：%）

酷牛互动		天上友嘉	
客户	占比	客户	占比
广东安久科技有限公司	17.87	华为软件技术有限公司	24.16
上海趣侬网络科技有限公司	17.30	苹果公司	18.71
江西拓银科技有限公司	8.93	上海天戏互娱科技股份有限公司	12.55
上海脉腾网络技术有限公司	7.76	上海纵游网络技术有限公司；DeNA HONG KONG LIMITED	6.69
广州萌友网络科技有限公司	5.55	广州萌友网络科技有限公司	6.64
合计	57.42	合计	68.74

资料来源：公司提供、联合评级整理

注：占比为占各自销售收入的比重

总体看，跟踪期内，受行业政策影响公司新推出游戏数量较上年有所下降；由于手游类游戏生命周期较短，公司前五位游戏收入变化较大，公司游戏业务下游集中度较高，下游结算周期较长，存在一定资金占用。

5. 动漫、影视业务

随着公司纯粹版权交易业务利润空间压缩，公司在版权交易业务的基础上拓展影视投资业务，自2015年起由公司本部运营。公司与动漫/影视制片公司、网络视频平台或一线卫视进行合作，以参与投资为主，部分项目参与制作。截至2018年底，公司参与动漫、影视作品2部（如下表所示）。截至2018年底，公司筹备影视作品计划投资总额为3,050.00万元，已全部完成投资，预计产生收入3,965.00万元。若相关作品按计划上映并产生预期收入，将对公司利润形成有效补充。

表9 截至2018年底公司筹备动漫、影视作品情况（单位：万元）

项目名称	预计上映时间	计划投资总额	已投金额	尚需投资金额	预计产生收入
剧集1	2020年	1,050.00	1,050.00	--	1,365.00
剧集2	2020年	2,000.00	1,000.00	--	2,600.00
合计	--	3,050.00	3,050.00	--	3,965.00

资料来源：公司提供、联合评级整理

总体看，跟踪期内，公司完成影视作品投资，未来若顺利上映对公司收入和利润将形成一定补充。

6. 服装业处置情况

公司于 2016 年 3 月起停止服装生产，委托相关服装销售机构对库存服装采取品牌授权经营方式进行销售。品牌授权费方面，2016 年 4 月至 2017 年 3 月授权费 800 万；2017 年 4 月至 2018 年 3 月授权费 900 万；2018 年 4 月至 2019 年 3 月授权费 1,000 万。2018 年，公司成品服装收入 0.28 亿元，同比下降 64.37%，服装去库存持续推进，毛利率为-12.67%，同比大幅下降。公司服装库存处置期间较长且处置服装都在 2015 年初之前生产，未来公司服装的销售价格很可能大幅低于生产成本。

总体看，跟踪期内，公司服装业库存处置持续推进，因低价处理，造成亏损。公司服装库存生产时期较早，目前整体占收入比重较小。

7. 经营关注

移动游戏市场进入稳健增长的换挡期，市场竞争加剧，公司市场竞争压力增大

网络游戏特别是移动游戏发展的人口红利期基本完成。未来，若公司不能及时对现有游戏进行内容更新、版本升级及持续的市场推广，或者游戏玩家的需求发生变化，导致公司主要收入与利润来源的主力游戏产品进入生命周期的衰退期，或公司后续研发或代理的游戏产品尚未获得良好的市场表现，将对公司收入及利润实现造成重大影响。

被收购企业经营情况波动、管理团队融合风险和商誉减值风险

公司通过收购其他游戏公司进入泛娱乐领域，酷牛互动、杭州幻文和天上友嘉分别于 2015~2016 年上半年收购进入公司合并范围，酷牛互动、杭州幻文和天上友嘉均完成了业绩承诺，发展形势良好，但是公司仍面临承诺期过后的经营波动风险、管理团队融合风险和商誉减值风险。

库存服装跌价风险

公司从 2016 年起，停止服装生产，处在库存清理阶段，公司服装的销售价格很可能大幅低于生产成本，公司服装库存清理存在销售亏损风险和库存跌价风险，侵蚀公司利润。

主要在运营游戏月均活跃率出现大幅下滑

从近三年公司主要游戏运营情况来看，2018 年受游戏行业版号政策影响，公司新上线运营游戏数量较少，公司主要在运营游戏如《轩辕剑 3 手游版》、《圣斗士星矢：重生》等 2018 年月均活跃率出现大幅下滑，可能预示其进入生命周期的衰退期，未来收入可能会持续下滑。

8. 未来发展

公司未来坚定以精品 IP 为核心的互联网泛娱乐战略，内部秉承创业精神打造一流团队，外部广泛建立产业合作，将公司打造成中国领先的泛娱乐运营商。在泛娱乐行业，公司的竞争优势主要体现在丰富的精品 IP 资源、领先的 IP 运营能力、领先的精品游戏研发能力和精品动漫出品能力，以及泛娱乐产业链联动能力。公司将通过泛娱乐产业链投资和泛娱乐业务运营水平的持续提升，同时不断引进和培养优秀的泛娱乐人才，快速增强公司在游戏、动漫、影视等泛娱乐业务的竞争优势，特别是增强原创内容制造方面的优势，持续、长久的实现用户价值、公司价值、股东价值。

目前公司正在积极筹备精品游戏的研发，预计未来将大幅增加在海外游戏研发和运营方面的投入。

总体看，公司未来发展战略符合公司所在行业和公司业务发展的特点。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供 2018 年度合并财务报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留审计意见，2019 年一季度财务报表未经审计。公司经审计的财务报表按照财政部颁布的最新《企业会计准则》编制。截至 2018 年底，纳入合并范围的子公司共有 25 家，较 2017 年底增加 1 家，新纳入合并范围的子公司对公司整体影响较小，公司财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 47.88 亿元，负债合计 8.72 亿元，所有者权益（含少数股东权益）39.15 亿元，其中归属于母公司所有者权益 39.17 亿元。2018 年，公司实现营业收入 7.45 亿元，净利润（含少数股东损益）2.78 亿元。其中，归属于母公司所有者的净利润 2.78 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.37 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.82 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 49.53 亿元，负债合计 9.22 亿元，所有者权益（含少数股东权益）40.31 亿元，其中归属于母公司所有者权益 40.33 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.60 亿元，净利润（含少数股东损益）1.17 亿元。其中，归属于母公司所有者的净利润 1.17 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.02 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.08 亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司合并资产总额 47.88 亿元，较年初增长 3.39%，变化不大；其中流动资产占 18.30%，非流动资产占 81.70%；公司资产仍以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产规模 8.76 亿元，较年初下降 13.43%，主要系货币资金和其他流动资产下降所致；公司流动资产主要由货币资金（占 9.51%）、应收账款（占 56.68%）、预付款项（占 15.22%）、其他应收款（占 6.29%）和存货（占 8.61%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 0.83 亿元，较年初下降 68.62%，主要系用于购买版权、支付三家子公司现金对价和产业基金支付股权投资款等所致；公司货币资金主要由银行存款（占 99.91%）构成。

截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 4.97 亿元，较年初增长 24.08%，一方面系受国际贸易局势影响公司游戏和版权业务应收账款延期加重，另一方面系公司 2018 年下半年上线的《三国志》日文版四季度收入分成尚未结算所致；从账龄上看，公司采用信用风险特征组合法计提坏账准备的应收账款为 5.17 亿元（占 98.83%），其中，1 年以内的占比为 84.31%，1~2 年的占比为 14.48%，整体账龄较短，公司应收账款计提坏账准备 0.27 亿元，计提比例为 5.15%；公司应收账款前五名金额合计 2.48 亿元，占比为 47.29%，集中度较高。公司应收账款账龄较短，但规模较大且较为集中，存在一定资金占用。

截至 2018 年底，公司预付款项 1.33 亿元，较年初增长 76.62%，主要系预付版权金增加所致。从账龄看，1 年内部分占 82.92%。从集中度看，前五名共占 51.82%，集中度较高。公司预付款项规模不大，账龄较短，但集中度较高。

截至 2018 年底，公司其他应收款 0.55 亿元，较年初增长 191.83%，主要系股权处置款大幅增加所致。

公司存货主要为原有服装业务的服装等，截至 2018 年底，公司存货账面价值为 0.75 亿元，

较年初下降 39.04%，主要系公司清理服装业务库存所致；公司存货累计计提跌价准备 0.84 亿元，主要针对服装库存商品计提；公司影视作品账面余额为 1,834.74 万元，计提跌价准备 315.99 万元，计提比例一般；主要系对动画片《新葫芦兄弟》、网络剧《摩码者》等作品及创作中的剧本计提的跌价准备，计提原因为上述作品预计可变现净值低于已投入成本。公司库存服装存在进一步跌价风险。

截至 2018 年底，公司其他流动资产 0.32 亿元，较年初下降 74.72%，主要系银行理财产品到期赎回所致；其中，理财产品占 50.90%，其余为增值税留抵税额等。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产规模 39.12 亿元，较年初增长 8.09%，主要系可供出售金融资产、长期股权投资和其他非流动资产增长所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 13.84%）、投资性房地产（占 10.09%）、无形资产（占 6.43%）、商誉（占 57.14%）构成。

公司可供出售金融资产均按照成本计量，截至 2018 年底，公司可供出售金融资产账面价值 5.41 亿元，较年初增长 13.90%，主要系公司布局泛娱乐产业服务所投资金额增长所致；其中，公司分别对苏州爱洛克信息技术有限公司、上海乐树网络科技有限公司和广州市指尚信息科技有限公司等公司以及影视项目新增投资合计 1.67 亿元所致。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 1.65 亿元，较年初增长 152.92%，主要系公司对深圳市幻动无极科技有限公司新增股权投资 0.76 亿元所致。

截至 2018 年底，公司投资性房地产 3.95 亿元，较年初增长 3.62%，主要系公允价值变动所致。

截至 2018 年底，公司商誉 22.35 亿元，较年初无变化；公司溢价收购规模较大，形成大规模商誉，被收购企业业绩承诺均已完成，业绩承诺期过后若被收购企业经营出现异常，公司将面临较大的商誉减值风险。

截至 2018 年底，公司受限资产 2.26 亿元，全部为用于借款抵押的投资性房地产，占总资产比例为 4.73%。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 49.53 亿元，较年初增长 3.46%，变动较小；其中流动资产占 20.73%，非流动资产占 79.27%，资产结构较年初变化不大。

总体看，2018 年底，公司资产规模较为稳定，仍以非流动资产为主；其中应收账款规模较大且有所增长，形成一定资金占用；存货中服装库存存在跌价风险；商誉规模大，若被收购企业未来经营未达预期，公司仍将面临较大的商誉减值风险。公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

截至 2018 年底，公司负债规模 8.72 亿元，较年初下降 4.49%，变化不大；其中流动负债占 62.41%，非流动负债占 37.59%；仍以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

流动负债

截至 2018 年底，公司流动负债 5.44 亿元，较年初下降 5.22%，主要由短期借款（占 55.15%）、应付账款（占 25.02%）、应付职工薪酬（占 5.32%）、应交税费（占 5.80%）和其他应付款（占 7.33%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 3.00 亿元，较年初增长 46.47%，主要系公司经营发展所需带动短期融资规模增长所致；公司短期借款主要由质押借款（占 8.23%）、抵押借款（占 50.22%）、保证借款（占 8.66%）和信用借款（占 32.90%）构成。

截至 2018 年底，公司应付账款 1.36 亿元，较年初增长 15.72%，主要系业务规模增长所致，

包含 IP 采购款和应付游戏分成款的款项。

截至 2018 年底，公司应付职工薪酬 0.13 亿元，较年初下降 56.33%，主要系 2018 年未支付超额业绩奖励所致。

截至 2018 年底，公司应交税费 0.32 亿元，较年初增长 99.62%，主要系增值税有所增长所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款 0.40 亿元，较年初下降 79.45%，主要系应付股权转让款减少所致；其中，股权转让款占 60.88%。

非流动负债

截至 2018 年底，公司非流动负债 3.28 亿元，较年初下降 3.24%，变化不大；公司非流动负债主要由应付债券（占 91.07%）和递延所得税负债（占 8.91%）构成。

截至 2018 年底，公司应付债券 2.99 亿元，为“17 凯文 01”。公司递延所得税负债 0.29 亿元，较年初增长 20.88%

截至 2018 年底，公司债务总额 6.05 亿元，较年初增长 16.75%，主要系短期债务增长所致。其中，短期债务占 50.63%，较上年增加了 11.07 个百分点，债务结构较为均衡；短期债务 3.06 亿元，较年初增长 49.41%，主要系短期借款增长所致；长期债务 2.99 亿元，较年初下降 4.63%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 18.22%、13.38% 和 7.09%，分别较上年下降 1.50 个百分点、上升 1.15 个百分点和下降 0.68 个百分点。整体看，公司债务负担较年初变化不大，整体债务负担较轻。

截至 2019 年 3 月底，公司负债规模 9.22 亿元，较年初增长 5.70%，主要系短期借款增加所致；其中流动负债占 64.38%，非流动负债占 35.62%，仍以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。截至 2019 年 3 月底，公司债务总额 6.94 亿元，较年初增长 14.70%，主要系短期债务增长所致。其中，短期债务占 56.93%，长期债务占 43.07%，债务结构较年初变化不大。截至 2019 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 18.62%、14.69% 和 6.90%，较年初分别上升 0.40 个百分点、1.30 个百分点和下降 0.18 个百分点。

总体看，2018 年底，公司负债小幅下降，仍以流动负债为主；债务规模有所增长，以短期债务为主，债务负担较轻。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 39.15 亿元，较年初增加 5.32%，主要系利润积累所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 100.04%，少数股东权益为负主要系部分子公司所有者权益为负所致。截至 2018 年底，公司未分配利润 8.44 亿元，较年初增加 21.50%，主要系利润积累所致。公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 39.17 亿元，主要由股本（占 20.77%）、资本公积（占 54.73%）、盈余公积（占 2.93%）和未分配利润（占 21.54%）构成。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 40.31 亿元，较年初增加 2.96%，构成较年初变化不大。

总体看，2018 年底，公司所有者权益主要由股本和资本公积构成，所有者权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 7.45 亿元，同比增长 5.79%。2018 年，公司营业成本 3.33 亿元，同比增长 41.44%，增幅高于营业收入增幅，主要系公司在游戏分成和版权摊销支出有所增长所致。2018 年，公司实现利润总额 2.78 亿元，同比增长 29.82%；净利润 2.78 亿元，同比增长 11.58%；其中归属于母公司所有者净利润 2.78 亿元，同比增长 9.30%。

从期间费用来看，2018年，公司费用总额为2.44亿元，同比增长1.57%，变化不大。2018年，公司期间费用中销售费用占19.03%，管理费用占42.13%，研发费用占23.86%，财务费用占14.98%；其中，销售费用0.47亿元，同比下降25.45%，主要系合并范围减少广州集盛及本年广告投入减少所致；管理费用1.03亿元，同比下降12.11%，主要系工资及福利减少所致；研发费用0.58亿元，同比增长47.79%，主要系公司研发投入增加所致；财务费用0.37亿元，同比增长69.23%，主要系利息支出增长所致。2018年，公司费用收入比下降1.36个百分点至32.82%，费用对利润仍存在一定侵蚀。

2018年，公司投资收益1.29亿元，同比增加1.16亿元，主要系转让可供出售金融资产及对被投资企业追加投资转换为权益法核算所形成的收益所致；公司投资收益占营业利润的比重为46.50%，较上年大幅上升40.41个百分点，公司利润对投资收益依赖程度较高。

从盈利指标来看，2018年，公司营业利润率54.59%，较上年下降11.16个百分点，主要系联合运营模式毛利率较低所致。2018年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为7.24%、6.73%和7.29%，较上年分别上升0.37个百分点、1.37个百分点和0.34个百分点。

2019年1~3月，公司实现营业收入2.60亿元，较上年同期增长78.54%，主要系公司转变策略优先将已开发完成的在海外市场上线带动公司游戏业务收入大幅增长所致；公司营业成本0.59亿元，较上年同期下降5.85%；随着公司收入规模扩大，公司实现利润总额1.23亿元，较上年同期增长100.48%；净利润1.17亿元，较上年同期增长100.00%。

总体看，2018年，受游戏行业版号受限影响，公司整体收入增幅较小，公司对投资收益依赖较大。2019年一季度，随着公司游戏业务收入规模扩大，公司营业利润和净利润均有所增长；公司盈利能力尚可。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2018年，公司经营活动现金流入为6.75亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为6.57亿元，同比增长21.22%，主要系《三国志2017》等游戏于2017年下半年上线运营，而结算时点为2018年所致；公司经营活动流出为5.37亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金为3.02亿元，同比增长86.54%，主要系支付游戏分成、缴纳相关税费所致。受上述因素的综合影响，2018年，公司经营活动产生的现金流净额为1.37亿元，同比下降46.58%。从收入实现质量看，2018年，公司现金收入比为88.17%，较上年上升了11.22个百分点，公司收入实现质量较上年有所上升但仍有待提高。

从投资活动情况来看，2018年，公司投资活动现金流入为2.05亿元，同比增长31.16%，主要系转让可供出售金融资产收回现金增加所致；公司投资活动流出为4.89亿元，较上年下降13.72%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金下降所致。受上述因素的综合影响，2018年，公司投资活动现金流为净流出2.83亿元，净流出规模较上年的4.15亿元有所减少。

从筹资活动情况来看，2018年，公司筹资活动现金流入为3.32亿元，同比下降36.60%，主要系上年公司发行公司债券收到募集资金所致；公司筹资活动流出现金为3.68亿元，同比增长41.90%，主要系分配股利、支付利息支付以及归还贷款的现金增长所致。受上述因素的综合影响，2018年，公司筹资活动现金流由净流入转为净流出0.37亿元。

2019年1~3月，公司经营活动产生的现金流净额为-0.02亿元；公司投资活动现金流为净流出0.38亿元；公司筹资活动产生的现金流净额为0.49亿元。

总体看，2018 年游戏业务较为平稳，但受上年游戏推出时间较晚的影响，经营活动现金流量净额有所增加；投资活动仍表现为现金净流出；公司经营活动现金净流入不能够覆盖投资活动现金净流出，公司存在外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，公司流动比率与速动比率由 2017 年底的 1.76 倍和 1.55 倍下降至 1.61 倍和 1.47 倍；现金短期债务比由 2017 年底的 1.30 倍下降至 0.27 倍，现金类资产对短期债务的覆盖能力减弱。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，截至 2018 年底，公司 EBITDA 为 4.53 亿元，同比增长 25.47%；其中，利润总额占比 61.36%，折旧占比 0.56%，摊销占比 29.46%。2018 年，公司 EBITDA 全部债务比由 2017 年的 0.70 倍上升至 0.75 倍，EBITDA 利息倍数由 2017 年的 15.91 倍下降至 11.59 倍；公司 EBITDA 对全部债务和利息的保障能力较强。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保情况。

截至 2019 年 3 月底，公司无作为被告的重大未决诉讼、仲裁。

截至 2019 年 3 月底，公司所获得的银行授信额度总额为 7.27 亿元，尚未使用额度 3.71 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽；作为上市公司，公司具备直接融资渠道。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》，截至 2019 年 4 月 9 日，公司无已结清和未结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

总体看，公司短期偿债能力较弱，面临一定流动性压力；长期偿债能力较强。

七、本期公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 0.92 亿元，约为“17 凯文 01”本金合计（3.00 亿元）的 0.31 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很低；净资产 40.31 亿元，约为债券本金合计（3.00 亿元）的 13.44 倍，公司较大规模净资产能够对“17 凯文 01”的按期偿付起到很好的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 4.53 亿元，约为“17 凯文 01”债券本金合计（3.00 亿元）的 1.51 倍，公司 EBITDA 对本次债券的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 6.75 亿元，约为“17 凯文 01”本金合计（3.00 亿元）的 2.25 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，公司对本次债券的偿还能力较强。

八、债权保护条款分析

高新投为“17 凯文 01”提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

1. 担保人信用分析

（1）高新投概况

高新投成立于 1994 年 12 月，原名为深圳市高新技术产业投资服务有限公司，系由深圳市投资管理公司（现已更名为深圳市投资控股有限公司，以下简称“深圳投资”）、深圳市科学技术发展基金会、深圳市国家电子技术应用工业性实验中心、深圳市生产力促进中心共同出资设立，初

始注册资本为 1.00 亿元。2004 年，深圳市高新技术产业投资服务有限公司更名为“深圳市高新技术投资担保有限公司”，2011 年更为现名。高新投历经数次增资扩股，2017 年底股本增至 72.77 亿元；深圳投控持有公司 41.80% 股权，为公司控股股东，深圳市人民政府通过深圳投控、深圳市财政金融服务中心、深圳市远致投资有限公司等 4 家企业间接持有高新投 68.11% 的股权，为高新投实际控制人。

高新投经营范围：融资担保、金融产品担保、保证担保、委托贷款、创业投资、小额贷款、典当贷款等服务。

截至 2018 年 9 月末，高新投本部设有办公室、风险控制部、财务部、保证业务部、金融产品事业部等职能部门，高新投本部设有金融产品事业部、战略和企业管理部、党群办公室、人力资源部、行政办公室、计划财务部、风险管理部、董事会办公室等 9 个职能部门。高新投通过其子公司深圳市高新投保证担保有限公司在全国省会城市（除新疆和西藏）设立 6 家分公司和 31 个办事处；设立 8 家子公司分别负责融资担保、创业投资、保证担保、小额贷款和典当业务的经营管理工作。

截至 2017 年底，高新投资产总额 134.70 亿元，其中货币资金 30.14 亿元，发放贷款及垫款净额 90.73 亿元；负债总额 22.73 亿元，其中专项应付款 9.60 亿元，担保赔偿准备金和未到期担保责任准备金合计 3.55 亿元；所有者权益 111.96 亿元；担保责任余额 1,011.05 亿元。2017 年，高新投实现营业总收入 15.05 亿元，其中担保业务收入 7.28 亿元；净利润 8.35 亿元。

截至 2018 年 9 月末，高新投资产总额 196.15 亿元，所有者权益合计 115.34 亿元，其中归属母公司所有者权益为 115.23 亿元；2018 年 1~9 月，高新投实现营业总收入 13.49 亿元，其中担保业务收入 5.10 亿元，净利润 8.62 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 8.61 亿元；现金及现金等价物净增加额-5.26 亿元，期末现金及现金等价物余额 24.87 亿元。

高新投注册地址：深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦 23 楼 2308 房；法定代表人：刘苏华。

（2）高新投公司治理与内部控制

高新投依据《公司法》及有关法律法规，建立了由股东会、董事会、监事会及经营管理层组成的现代股份制公司治理架构，并制定了相关工作制度和议事规则，各治理主体能够相互制衡、协调运作，高新投治理体系不断完善，法人治理水平逐渐提高。

股东会是高新投的最高权力机构。自成立以来，高新投按照公司章程及相关议事规则召集和召开股东会，保证全体股东的知情权、参与权和表决权。近年来，高新投召开多次股东会，分别就董事会提交的集团及子公司增资、利润分配方案等事宜进行讨论，相关股东均出席会议并对方案进行表决通过。

高新投董事会由 6 名董事组成，其中独立董事 3 人。董事长是高新投的法定代表人，由深圳市国资委推荐提名，董事会选举产生。董事会下设战略与预算委员会、审计与风险管理委员会、薪酬与考核委员会和提名委员会四个专业委员会。近年来，高新投召开多次董事会会议，审议并通过集团及子公司增资、利润分配、设立融资及金融产品事业部等重大议案。

高新投监事会由 3 人组成，2 名为股东监事，另 1 名为职工监事。高新投监事会对董事会和经营管理层进行监督，对股东会负责并向其报告工作。近年来，高新投监事会召开多次会议，涉及监事会工作报告、财务报告、利润分配、经营管理层履职情况等多项议案，较好地履行了监督职能。

高新投下属各子公司设立前中后台部门，子公司总理由高新投本部副总经理级别人员兼任，

逐步形成一套完整的集团管理架构。高新投设立评审委员会和决策委员会等业务审批机构，各子公司及事业部的所有项目均需根据要求上报评审会或决策会进行审批，会议由高新投本部的风险管理部统一安排召开；评审委员会和决策委员会成员由总经理、领导班子成员及业务部门中高层人员组成，总经理担任评审会和决策会的主任，其余委员由总经理办公会议聘任。

自成立以来，高新投各项制度不断完善，制定了《融资担保业务管理规定》、《工程保函业务管理规定》、《BOT 项下保函业务试行规定》、《供货类保函业务管理规定》、《监理、设计等工程服务类保函业务管理规定》等涉及担保业务各环节的业务管理制度。

总体看，高新投不断完善组织架构设置，各子公司业务评审及管理体系较为完善，内控管理体系逐步健全。

（3）高新投经营分析

高新投现已发展成为全国性创新型类金融服务集团，主要为深圳市孵化期和初创期的科技企业提供融资担保服务。高新投通过 8 家子公司分别开展银行贷款担保、创业投资、保证担保、小额贷款和典当业务；本部金融产品事业部负责开展直接融资担保业务。

担保业务发展情况

高新投担保业务品种主要为间接融资担保、直接融资担保和非融资担保；其中，间接融资担保主要为银行贷款担保，直接融资担保主要为保本基金担保和债券担保，非融资担保主要为工程保证担保。

受国内宏观经济下行、中小企业经营风险加剧等因素影响，高新投不断调整担保业务结构，控制间接融资担保规模，主要发展直接融资担保和非融资担保业务。近年来，高新投担保业务规模整体呈较快增长趋势；2017 年受保本基金产品被停止审批的影响，高新投担保业务规模下降较为明显。截至 2017 年底，高新投担保责任余额为 1,011.05 亿元，较上年底减少 15.82%。

2018 年 1~9 月，高新投担保发生额 391.82 亿元，同比增长 9.76%，仍以保证担保业务及金融产品担保业务为主，发生额分别为 212.91 亿元和 147.87 亿元，同比分别增长 1.40% 和增长 78.09%；截至 2018 年 9 月末，高新投担保责任余额为 931.89 亿元，较上年末小幅下降，其中银行融资性担保、金融产品担保和保证担保期末担保责任余额占比分别为 5.98%、41.20% 和 52.81%；融资性担保放大倍数为 4.75 倍。

表 10 2016~2017 年高新投担保业务发展情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年
当期担保发生额	997.39	506.13
期末担保责任余额	1201.05	1011.05
其中：融资性担保	784.35	625.01
间接融资担保	57.26	59.49
直接融资担保	727.09	565.52
非融资性担保	385.44	352.90
再担保	31.27	33.15

资料来源：高新投提供。

间接融资担保业务

高新投间接融资担保业务主要为银行贷款担保，由子公司高新投融资担保有限公司（以下简称“高新投融资担保”）负责运营。高新投银行贷款担保业务分为流动资金贷款担保、固定资产投资贷款担保和综合授信额度担保。截至 2018 年 9 月末，高新投已与中国银行、平安银行等 21 家

银行建立合作关系，获得授信额度 700 亿元。

近年来，受宏观经济下行等因素的影响，国内中小企业经营风险加大，偿债能力减弱，高新投在稳定发展担保业务的同时逐步调整业务结构，着力控制风险较大的银行贷款担保业务规模。高新投持续优化间接融资担保业务结构，大力培育并扶持有核心竞争力的中小微科技型企业，并贯彻以下两个方面的措施：一是重点拓展盈利能力强、成长性好、技术含量较高的战略性新兴产业，在保企业中科技型企业的占比不断提升，2017 年科技型企业新增担保额占比达 70%。二是对经营处于下行趋势的企业或项目进行主动淘汰，同时积极开拓有成长性的新项目。

近年来，高新投间接融资担保规模整体保持稳定，占担保责任余额的比重呈下降趋势。截至 2017 年底，高新投间接融资担保责任余额 59.49 亿元，较上年底增长 3.89%，占担保责任余额的比重为 5.88%。

截至 2018 年 9 月末，高新投银行融资性担保业务前十大客户在保责任余额合计 4.46 亿元，占高新投银行融资性担保业务在保余额的 8.00%，从单一客户集中度来看，单一客户担保责任余额占净资产的比重均在 2%~4%之间，高新投银行融资性担保业务单一客户集中度不高。

直接融资担保业务

高新投直接融资担保业务主要为金融产品担保，包括保本基金担保和债券担保，由高新投本部金融产品事业部负责。高新投担保的保本基金分为专户和公募基金，其中公募基金担保金额占保本基金担保总金额的比重达到 80%。目前高新投主要的合作对象均为国内大型公募基金，担保期限均为 2~3 年。高新投承保的保本基金为附带追索权的保本基金，即在保本基金发生投资亏损时，基金公司先以自身盈利填补亏损，不足部分才由高新投进行差额弥补，高新投可在后续期间就代偿部分向基金公司进行追偿。高新投债券担保的业务对象主要为非公开、小公募的交易所公司债券，发行人以上市公司为主，发行金额多集中在 2.00~3.50 亿元，期限多为 3+2 或 2+1 年，发行主体的信用评级为 A+到 AA+，反担保措施多为上市公司实际控制人或法人个人保证和抵质押。

自 2015 年起，高新投重点开展债券担保和保本基金担保等直接融资担保业务，其中保本基金担保业务发展较快，2017 年 2 月，证监会发布《关于避险策略基金的指导意见》，保本基金将被调整为避险策略基金，连带责任担保机制被取消，受此影响，高新投调整金融产品担保业务结构，不再新增保本基金担保业务，存续的保本基金到期后退出，业务重心重新向债券担保业务逐步转移。截至 2017 年底，高新投直接融资担保责任余额 565.52 亿元，较上年底减少 22.22%，占期末总担保责任余额的 55.93%。其中，保本基金担保责任余额 394.77 亿元，较上年底减少 43.00%；债券担保责任余额 170.75 亿元，较上年底增长 348.00%，大幅增长。

截至 2018 年 9 月末，高新投债券担保责任余额为 312.44 亿元，较年初增长 82.98%，高新投前十大债券担保责任余额合计 77.00 亿元，占期末债券担保责任余额比重 24.64%；从单一客户集中度来看，高新投单一最大笔担保责任余额为 10.00 亿元，单一客户集中度未超过监管要求的单一客户集中度 10%。从最新信用等级来看主要集中在 AA 级别，从反担保措施来看，主要采用个人反担保的反担保措施。债券担保前十大客户中仅有 1 名客户公司同时提供了委托贷款，委托贷款金额为 2.00 亿元。

目前高新投的债券担保业务主要由本部金融产品事业部负责，根据 2017 年 10 月 1 日施行的《融资担保公司监督管理条例》第二条规定，债券担保业务纳入融资担保范围，从事债券担保业务需要获得融资担保牌照，而目前高新投本部未有担保牌照。根据 2018 年 3 月 6 日深圳市人民政

府金融发展办公室下发的深府金函[2018]154号《关于高新投集团有限公司金融产品增信业务整改期事宜的复函》要求，高新投需要在2018年9月30日前完成整改工作，以达到《融资担保公司监督管理条例》规定的要求，逾期仍不符合规定条件的，不得开展债券担保增信业务；高新投相关整改工作的进程需持续关注。

非融资性担保业务

目前，高新投开展的非融资性担保业务主要为工程保证担保，还有少量诉讼保全担保，其中工程保证担保业务由全资子公司深圳市高新投保证担保有限公司（以下简称“高新投保证”）负责经营，其担保业务品种分为支付保函、履约保函、预付款保函、投标保函等，客户主要为具备二级资质以上的工程企业。

高新投保证担保业务起步较早，通过子公司高新投保证在全国主要城市设立分公司或办事处，在客户基础、渠道建设、品牌推广等方面形成了一定的积累。近年来，高新投大力发展工程保证担保业务，压缩保证担保责任余额，但整体保持在较稳定规模。截至2017年底，高新投非融资担保责任余额352.90亿元，较上年底减少8.44%，占总担保责任余额的34.90%；其中工程保证担保责任余额335.02亿元，诉讼保全担保责任余额17.88亿元。

截至2018年9月底，高新投非融资担保责任余额383.97亿元，累计代偿率0.03%，累计代偿回收率为19.12%。

总体看，高新投担保业务发展较快，其担保品种集中度较高，主要以直接融资担保和工程保证担保为主。

创投业务

高新投自1996年开始开展创业投资业务，2011年6月成立子公司深圳市高新投创业投资有限公司（以下简称“高新投创投”）负责创业投资业务的运营。高新投创投主要通过直接股权投资并结合融资担保的方式开展中小科技企业的创投业务。近年来，高新投一方面不断完善项目决策流程、规章制度、合规审查、责任分配、投后管理等，另一方面，注重行业项目挖掘，依托项目开展行业研究，同时利用高新投内部客户资源不断拓展业务。在项目选择方面，高新投优先选择具有较高科技含量且具有较大增值潜力的项目进行投资，保证投资资金的安全性、收益性和流动性。

近年来，高新投创投坚持“投保联动”和独立拓展项目渠道的双轮驱动策略，参与了三家新三板挂牌公司的定增业务，协助六家已投资企业挂牌新三板。截至2018年9月末，高新投创业投资项目投资总额为30.80亿元，项目分布集中于智能制造、信息化技术、新材料等新兴行业。

总体看，高新投对创投业务较为重视，高新投内担保业务资源丰富有助于创投业务资源拓展，未来有望成为高新投重要的收入增长点。

其他业务

除担保业务之外，高新投其他业务品种涵盖委托贷款、小额贷款、典当借款等，主要通过高新投本部以及下属子公司开展上述业务。

在委托贷款业务方面，高新投主要通过自有资金开展业务，另有少量政府专项资金委托贷款。近年来，高新投自有资金委托贷款余额占全部委托贷款余额的比重达到90%以上。自有资金委托贷款投放的客群主要为高新投曾提供担保服务或参与扶持上市的上市公司、融资担保业务涉及的中小企业客户、保证担保业务的工程类企业客户等，反担保措施主要为股票质押、个人连带保证等，高新投同时为上述业务的关联方提供委托贷款业务，风险有所加大，截至2017年底，债券担

保业务与债券担保客户的关联方委托贷款合计金额 57.00 亿元，占期末净资产的 42.32%，占比较高，一旦担保客户及其关联方同时发生信用风险，高新投将面临一定的代偿风险。高新投委托贷款的期限主要集中在 1 年期以内；近年来，高新投委托贷款规模快速增长，2017 年底委托贷款净额 82.34 亿元，其中包括自有资金委托贷款 78.76 亿元和政府专项资金委托贷款 3.58 亿元。截至 2017 年底，高新投委托贷款余额 82.94 亿元，委托贷款业务的不良贷款率为 0.34%。

高新投小额贷款业务由子公司深圳市高新投小额贷款有限公司（以下简称“高新投小贷”）负责经营。高新投小贷是为解决深圳市中小微企业的小额、短期资金需求而设立的专业融资平台，以母公司为依托，利用母公司的客户资源开展小额信用贷款业务。截至 2017 年底，高新投小额贷款余额 6.84 亿元，较上年底增长 53.36%；不良贷款率 0.13%。

高新投典当业务由控股子公司深圳市华茂典当行有限公司（以下简称“华茂典当”）负责开展。2017 年，高新投典当发放金额 24.65 亿元，实现典当业务收入 0.42 亿元。

截至 2018 年 9 月末，高新投委托贷款余额 107.60 亿元，其中高新投使用自有资金开展委托贷款业务余额占比为 93.23%，使用政府委托资金开展委托贷款业务余额占比 6.77%。

总体看，高新投其他业务板块经营情况良好，对高新投内部资源共享及收入增加起到积极作用；值得注意的是，近年来高新投委托贷款发展较快，业务规模明显增长，考虑高新投同时为部分债券担保客户的关联方提供委托贷款服务，风险有所加大，高新投将调整该业务模式，探索新的业务模式，在新规要求下的 III 类资产委托贷款规模将有所下降，业务结构需调整，相关风险有待观察。

（4）高新投风险管理分析

近年来，高新投已形成较为成熟的风险管理体系，按照业务板块形成了融资类业务、保证担保业务和创业投资业务的风险管理办法；其中融资类业务包括融资担保、委托贷款、小贷业务和典当业务。此外，基于对宏观经济发展前景的预判，高新投对业务拓展所涉及的行业进行调整，重点拓展盈利能力强、成长性好、技术含量较高的战略性新兴产业，对处于下行趋势的企业或项目进行主动淘汰，不断优化客户结构，提高准入门槛，以降低代偿风险。

业务风险管理

项目受理及项目调查

高新投在进行项目初审时遵循项目经理 A、B 角原则，即项目调研须经项目经理 A、B 角共同完成，采取项目经理准备金制度，针对不同的级别的项目经理每年提取一定的准备金，直到达到该级别项目经理的累计准备提取上线；A 角作为第一负责人对客户进行资料收集并出具调研报告，承担代偿金额 80% 的风险责任，B 角协助 A 角进行调研并承担代偿金额 20% 的风险责任，对调研报告出具独立意见并提交至业务部门进行初审。创业投资业务较为特殊，实行项目小组制：项目 A 角为项目负责人，负责撰写《投资项目立项建议书》，由子公司高新投创投的总经理、副总经理决定是否立项；B 角、C 角为项目组成员，负责撰写《投资项目可行性研究报告》，作为投资项目决策的依据。

项目评审及审批

项目经过业务部门初审后须交由机构审核，不同的业务类型之间存有差异。

创业投资业务方面，投资额在 3,000 万元以下的项目需提交高新投公司董事长做最后审批，投资额在 3,000 万元以上的项目需提交至高新投公司董事会讨论，并由深圳投资控股公司做最后审批；在得到各层级审议批准后，为了降低投资风险，高新投设立了跟投机制，高新投员工参投金额占项目总金额的 20% 以上时该项目方可通过。

对于创业投资以外的业务，所有项目均须经过相关评审会或决策会的会议评审；其中评审会主任由高新投领导班子成员兼任，其他评审委员由高新投总经理办公会任命，每次会议评审委员人数为 5 人，与会委员 2/3 以上同意视为通过；决策会主任由高新投总经理兼任，集团副总经理均为决策委员，每次会议的决策委员人数为 7 人，参会委员 2/3 以上同意视为通过，决策会主任对所有项目具有一票否决权。保证担保业务方面，决策通过担保客户企业资质而定，担保客户企业为施工总承包一级或特级的常规工程，项目金额 5,000 万元以上需由决策委员会进行表决；对于非最高资质的担保客户，项目金额 3,000 万元以上需上决策会进行表决，上述两类保证担保项目如超过董事会授权金额，则需通过董事会进行表决。

项目后期监管、代偿及追偿处置

融资担保项目的保后管理主要是通过对担保对象以及影响担保对象按期还款的相关因素进行监控和分析，及时发现风险预警信号。项目经理 A 角定期对已担保项目进行检查，一般为 3 个月进行一次，风险管理部负责监督；集团风险管理部对所有项目进行稽核监控，每季度稽核项目的个数不低于 10%。高新投制定了担保项目代偿和追偿制度；当此类项目出现代偿风险时，相关的项目经理需参照高新投《融资担保业务管理规定》对项目进行风险认定，然后对客户进行代偿有效性审查，分析项目风险原因、可能的化解途径，并提交风险项目移交报告，经高新投集团总经理审批后移交至法律事务部。此外，子公司高新投融资担保制定了相应的风险补偿金制度，风险补偿金包括从收入中计提和税后利润转入两部分，实行专户管理，不参与营运资金的周转，以对冲风险代偿带来的损失。

保证担保类业务的保后管理由项目客户经理 A 角负责，子公司高新投保证的风险控制部门对所有在保项目进行日常监管，高新投风险管理部对在保项目进行稽核监控，每季度稽核项目个数不低于当季发出保函项目的 2%。当此类项目出现代偿风险时，高新投启动索赔应急机制，并按照如下流程报批：客户经理 A 角→区域总监→高新投保证主管风险副总经理→集团风险管理部负责人→保证公司总经理→集团法律室。如相关项目造成高新投代偿，高新投须在一个月内启动追索法律程序，向保函申请人提出赔偿诉求。

创业投资类的项目实施完毕后，由高新投创投统一管理。高新投创投指定专门的投资项目经理作为该投资项目的后期管理人；对于完成投资并经过一至两个完整会计年度营运的项目，以及延期一年以上未完成的项目，应当组织后评价工作；对分阶段实施、时间跨度较长的投资项目，可按阶段进行后评价。高新投创业投资项目的后评价工作可以由高新投自查，也可以由深圳投资控股公司检查。当此类项目出现信用风险时，项目后期管理人应参照《融资担保业务管理规定》中风险项目管理的相关内容对该项目进行风险认定，在认定后 5 个工作日内提交风险项目移交报告，报送集团公司研究和决策。

整体看，高新投根据业务类型制定了不同的项目后期管理制度，提出了有针对性的风险化解的手段。

反担保管理

高新投将设定反担保措施作为风险控制的重要手段，目前已采取的反担保措施主要包括：房产抵押、动产抵押、保证金、存单质押、银行承兑汇票质押、股权质押、企业保证、个人保证、法人保证等。高新投根据被担保企业和项目的实际情况采取一种或几种保证措施，以达到风险缓释的效果。近年来，高新投所担保项目中约有 40% 的担保项目有抵质押等反担保情况，抵质押率一般在 40% 左右。

保证担保业务方面，由于其拥有“只有完成工程项目才能获取利益”的业务特点，且高新投仅

针对履约进行担保，因此具有总体违约率较低的业务特征。高新投对于此类业务主要采取信用担保的反担保措施，如果工程项目明确由其他企业或个人合作，则要求增加合作企业或个人反担保。若客户为民营企业，当保函金额大于 3,000 万元时，客户须提供企业实际控制人的个人反担保。

直接融资担保业务方面，高新投目前主要经营的是保本基金担保及上市公司债券担保业务，在进行客户筛选时主要挑选优质基金管理公司及管理团队，同时采取基金管理公司和基金公司控股股东保证担保；对于上市公司的债券担保业务，高新投坚持不以抵押物作为担保条件，而以企业发展预期为评判标准，纯信用担保项目金额和个数逐年上升。

间接融资担保业务方面，受宏观经济下行、中小企业违约风险上升的影响，高新投主要用房产抵押物作为反担保措施，且抵押的房产集中在深圳本市。

委托贷款业务方面，高新投此类业务的客户主要为上市公司及个人股东，客户实力较强。针对此类客户，高新投主要采取个人保证的反担保措施和股票质押的反担保措施，存在一定的信用风险。

总体看，高新投针对各业务类型的特点分别制定了不同的反担保措施，一定程度上能够缓释代偿及违约风险；但债券担保业务的反担保措施以纯信用担保为主，委托贷款业务以个人保证类担保措施为主，相关信用风险需关注。

行业及区域集中度

从行业集中度来看，高新投的非融资性担保业务主要集中在工程担保领域，行业集中度高，这主要是由于高新投近年来积极研判宏观经济形势以及企业经营环境变化，暂停了供货类保函业务，以避免风险项目的大量爆发。高新投工程担保类的客户性质主要为具备特级资质、一级资质和二级资质的工程企业，其中以一级和二级占绝大多数。

近年来，受宏观经济持续下行的影响，高新投持续调整融资担保业务的客户行业结构，重点发展并扶持有核心竞争力的中小微科技型企业。高新投在保企业中科技型企业的占比较高，截至 2017 年底，科技型企业新增担保额及项目个数的占比均达到 70% 以上。同时，高新投对于风险暴露趋势明显的行业实施逐渐退出策略。截至 2017 年底，高新投融资担保业务责任余额为 625.01 亿元，客户行业结构有所调整，前五大行业合计占比 67.41%。总体看，高新投融资担保业务前五大行业占比整体有所下降，但行业集中度仍较高。

从区域集中度来看，高新投作为地方政策性担保机构，致力于服务深圳本地的中小微企业；同时，高新投在全国设有 6 家分公司，25 家办事处，实现了以广东、北京、上海、江浙为重点区域向全国辐射和覆盖的市场布局。目前高新投的间接融资担保业务业务主要集中在深圳市，直接融资担保业务主要集中在全国一线城市，非融资性担保业务分散在全国各地，委托贷款业务主要集中在华南和华东地区。整体看，高新投的业务区域集中风险不显著。

担保期限组合

高新投的担保项目合同期限分布较为平均。目前高新投间接融资担保业务的平均担保期限为 2.22 年，间接融资担保主要为中短期借款担保。

反担保措施

高新投根据不同业务实际情况匹配相应反担保措施，核心反担保措施主要有以下四种：

高新投委托贷款的反担保措施主要有股权质押，选择担保企业主要为上市公司，措施为实际控制人全额股票质押担保，覆盖率按市值计算 200% 左右。

高新投保证担保主要采取信用担保，如果工程项目明确由其他企业或个人合作，则要求增加合作企业或个人反担保。对民营企业而言，如果保函金额超过 3,000 万元，则须提供企业实际控

制人的个人反担保。

高新投银行融资性担保主要是房产抵押物为反担保措施，房产抵押的选择主要集中在深圳本市，对于深圳的房产打折率为 0.8 倍，外地房产打折率多为 0.6 倍。

高新投金融产品担保业务具有总体违约率较低的业务特征。目前高新投主要经营的保本基金担保及上市公司债券担保业务，因为系统性风险太小，主要挑选优质基金管理公司及管理团队，实际控制人反担保。

高新投担保项目主要采用股票质押、房产质押、信用担保等主要措施，在此基础上视企业情况而定，主要根据企业的综合情况来判定担保项目的风险程度，视判定的风险程度来确定并采取何种反担保措施。从代偿追缴方面看，高新投发生代偿后立即委托诉讼，尽快诉至法院立案并推进案件法官分配及排期；与被告联系要求协助解决送达的问题，缩短诉讼及执行期间；有抵押房产的联系受封法院将抵押物移交至该案法院处置。从高新投目前代偿规模来看，高新投风险控制措施较好，但受宏观环境影响，高新投仍需继续完善风险控制水平。

总体看，近年来，高新投设立的担保措施较为完善，但风险管理制度仍需在实践中不断完善。

（5）高新投财务分析

高新投提供了 2015~2017 年合并财务报表。利安达会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所对 2015~2016 年财务报表进行了审计，天健会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所对 2017 年财务报表进行了审计，上述会计师事务所均出具了无保留意见的审计报告，高新投提供的 2018 年 1~9 月财务报表未经审计。截至 2017 年底，高新投纳入合并范围的全资及控股子公司共 7 家。

资本结构

为满足业务快速发展对资本的需求，近年来高新投持续增资扩股。截至 2017 年底，高新投股东权益合计 111.96 亿元，较上年底增长 70.69%，其中股本 72.77 亿元，资本公积 15.78 亿元，未分配利润 18.25 亿元，占归属于母公司的所有者权益比重分别为 65.03%、14.10%、16.31%，其中实收资本和资本公积合计占比较高，高新投所有者权益稳定性较好。

近年来，高新投负债规模有所波动，整体呈增长趋势。截至 2017 年底，高新投负债总额为 22.73 亿元，较上年底增长 69.78%，主要是新增短期借款和专项应付款的增加所致。其中，担保赔偿准备余额 3.01 亿元，责任准备金余额 0.54 亿元，两者合计占负债总额的 15.63%；专项应付款余额 9.60 亿元，占负债总额的 42.23%，均为与政府合作的专项基金委托贷款；2017 年，高新投新增短期借款 5.55 亿元，占负债总额的 24.41%，其中 4.05 亿元为信用借款，其余为保证借款。截至 2017 年底，高新投资产负债率为 16.88%，实际的债务负担较轻。

截至 2018 年 9 月末，高新投所有者权益合计 115.34 亿元，较上年末增长 3.02%，其中归属于母公司的所有者权益占比 99.91%，归属于母公司的所有者权益结构较上年末变化不大，所有者权益稳定性较好。截至 2018 年 9 月末，高新投负债总额 80.81 亿元，较 2017 年末增加 58.08 亿元，主要是公司新增长期借款 50.03 亿元，系向深圳市人才安居集团有限公司（以下简称“深圳市安居集团”）的借款，利率为 2.75%，期限为 3 年，深圳市安居集团为深圳市政府全资子公司，该资金主要是深圳市政府为缓解上市公司流动风险提供的纾困资金。截至 2018 年 9 月末，高新投实际资产负债率为 39.24%，受借款规模增加影响，公司负债率水平大幅提升。

总体看，随着新股东的引入及增资扩股方案的实施，高新投资本实力不断增强；负债规模有所波动，资产负债率较低，整体财务杠杆水平不高。

资产质量

近年来，高新投资产规模有所波动，但整体呈快速增长趋势。2016 年以来随着高新投委托贷

款业务规模的扩大，货币资金规模有所下滑，资产规模略有减少；2017年随着增资扩股资金到位，高新投资资产规模增长明显，其中委托贷款规模增幅较大。截至2017年底，高新投资资产总额134.70亿元，较上年底增长70.53%，主要是发放委托贷款及垫款及货币资金的增加所致，高新投资资产主要由货币资金（占比33.37%和67.36%）以及发放贷款和垫款构成。

近年来，高新投投资资产总体规模不大。截至2017年底，高新投投资资产余额7.86亿元，占资产总额的5.83%；其中，可供出售金融资产余额为7.54亿元，均为权益投资；其余为少量投资性房地产和长期股权投资。

近年来，高新投发放贷款及垫款规模保持增长，2017年以来随着增资扩股资金到位，发放贷款及垫款规模增幅明显，其中委托贷款规模增幅较大。截至2017年底，高新投发放贷款和垫款净额90.73亿元，较上年底增长58.83%，占资产总额的67.36%；其中，委托贷款净额82.34亿元，包括自有资金委托贷款78.76亿元和政府专项资金委托贷款3.58亿元；其余主要为发放的小额贷款，已计提减值准备0.54亿元，计提比例为0.68%，计提充分，截至2017年底高新投未对华昌达项目和汉柏科技项目计提坏账准备，考虑到上述项目存在一定的信用风险，未来存在代偿的可能性，需对高新投发放贷款及垫款减值计提情况保持持续关注。截至2017年底，高新投委托贷款业务的不良贷款率为0.34%，小额贷款业务的不良贷款率为0.13%，资产质量良好。截至2017年底，公司货币资金30.14亿元，较上年底增长190.25%，主要是股东增资及借款到位后未投入到业务中的资金沉淀。

高新投其他类资产主要由应收代偿款、存出再担保保证金以及固定资产构成。截至2017年底，高新投其他类资产余额5.97亿元，占资产总额的4.43%；其中，应收代偿款、存出再担保保证金以及固定资产余额分别为2.15亿元、1.63亿元和1.15亿元。

截至2018年9月末，高新投资资产总额196.15亿元，较上年末增长45.62%，主要系发放的贷款及委托贷款的增加以及新增买入返售金融资产所致；高新投资资产主要由货币资金（占比12.68%）、发放的委托贷款及垫款（占比58.61%）、买入返售金融资产（占比21.41%）构成。截至2018年9月末，高新投货币资金24.87亿元，较上年末减少17.46%，主要是委托贷款业务资金发放规模增加所致；发放的委托贷款及垫款114.97亿元，较上年末增长26.71%，主要是高新投增资后扩大委托贷款发放规模所致，高新投已计提减值准备0.61亿元，与上年基本持平，需对委托贷款业务资产质量保持持续关注；高新投新增42.00亿元买入返售金融资产，主要是股东增资后，高新投利用资金所购买的银行理财产品。

总体看，近年来高新投货币资金保持充足水平，资产整体流动性良好；自有资金委托贷款规模较大，面临一定的信用风险和市场风险。此外，高新投委托贷款占资产总额的比重高，近年来信用风险事件频发，需对其存续委托贷款业务项目保持持续关注。

盈利能力

近年来，高新投营业总收入呈稳定增长态势，2017年实现营业总收入15.05亿元，同比增长36.75%，高新投营业总收入主要来自担保业务收入、资金管理业务收入和咨询服务收入。近年来，随着担保业务规模的扩大，高新投担保业务收入整体呈增长态势。2017年，高新投实现担保业务收入7.28亿元，占营业总收入的48.38%；其中，以工程担保费收入和金融产品担保费收入为主，上述两项收入占担保业务收入的比例分别为45.71%和36.02%。高新投担保费率水平近年来基本保持稳定，目前针对保本基金的担保费率为0.20%左右，针对债券的担保费率约为0.50%~2.00%，间接融资担保的担保费率约为2.00%~2.50%，非融资担保的担保费率约为1.12%~1.56%。除担保业务外，高新投利用自有资金开展业务，拓宽收入来源。2017年高新投实现资金管理业务收入5.32

亿元，占营业总收入的 35.32%；其中以自有资金委托贷款利息收入为主，占资金管理业务收入的 77.33%。近年来，高新投投资收益整体有所下降，2017 年实现投资收益 0.87 亿元，主要为收到的分红款以及转让股权取得的收益。

高新投的营业总成本主要由营业成本、税金及附加、管理费用和财务费用构成。近年来，随着业务规模的扩大，高新投营业总成本呈上升趋势。2017 年，高新投营业总成本 4.82 亿元，同比增长 50.04%；其中营业成本 3.29 亿元，以担保业务支出和计提的担保赔付准备为主。

近年来，高新投净利润呈现稳定增长趋势。2017 年，高新投实现净利润 8.35 亿元，同比增长 17.77%，考虑年底增资 40 亿元及年终分红 3.14 亿元因素影响后的加权平均收益率 12.24%，平均资产收益率 9.61%，平均净资产收益率较上年上升 1.30 个百分点，平均净资产收益率较上年上升 0.80 个百分点，仍处于较好水平。

2018 年 1~9 月，高新投实现营业总收入 13.49 亿元，净利润 8.62 亿元，同比增长 15.00% 和 16.80%，主要是委托贷款业务规模扩大，带动收入增长所致，其中担保业务收入贡献度为 37.80%，营业利润率为 83.25%，平均净资产收益率为 7.59%，平均总资产收益率为 5.03%，担保赔付率 3.33%，赔付率有所上升。

整体看，近年来随着业务规模的扩大，高新投营业总收入和净利润逐年增加，由于注册资本的持续增长，盈利水平有所下降，未来随着高新投委托贷款与担保。

资本充足率及代偿能力

高新投面临风险主要来源于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，高新投将以自有资金承担相应的损失。高新投实际代偿能力主要受其的担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。

从现金流情况来看，近年来高新投经营活动产生的现金流净额有所波动，整体呈扩大趋势，主要是委托贷款和典当业务的净发放额变化所致，2017 年，高新投经营活动现金流量净额-21.72 亿元，2017 年现金流出规模较大；2017 年，高新投投资活动现金流量净额-0.26 亿元，投资活动产生的现金流量净额有所波动，主要是投资支付的现金规模波动所致；2017 年，高新投筹资活动现金流量净额 41.75 亿元，高新投筹资活动产生的现金流出主要为利润分配所支付的现金，筹资活动产生的现金流入主要为增资扩股收到的募集资金。总体看，高新投现金对股东资金注入依赖度较高，2017 年以来现金流较宽松。

2018 年 1~9 月，高新投经营活动现金流量净额-61.87 亿元，高新投收到其他与经营活动与支付其他与经营活动有关的现金主要是资金业务产生的现金流，受资金业务流出资金规模扩大及购买银行理财产品等因素影响，经营活动现金流量净额流出规模大幅增加；投资活动现金流量净额 0.04 亿元；受长短期借款等借入资金大幅增加影响，高新投筹资活动现金流量净额大幅增加，筹资活动现金流量净额为 56.57 亿元，高新投经营活动现金流出现大规模净流出，高新投筹资活动融入现金流规模较大，资金需求较大。

总体看，近年来信用风险事件频发，高新投所从事的债券担保业务发展较快，所担保债券存在一定的信用风险，将加大其代偿风险，考虑到高新投股东对其进行增资，支持力度较大，资本较为充足，债券担保项目风险仍可控，高新投整体代偿能力极强。

2. 担保效果评价

截至 2018 年 9 月底财务数据测算，高新投资产总额 196.15 亿元；净资产达 115.34 亿元，对“17 凯文 01”（债券余额 3.00 亿元）的保障程度高，债券信用水平的提升仍起到显著的积极作用。

九、综合评价

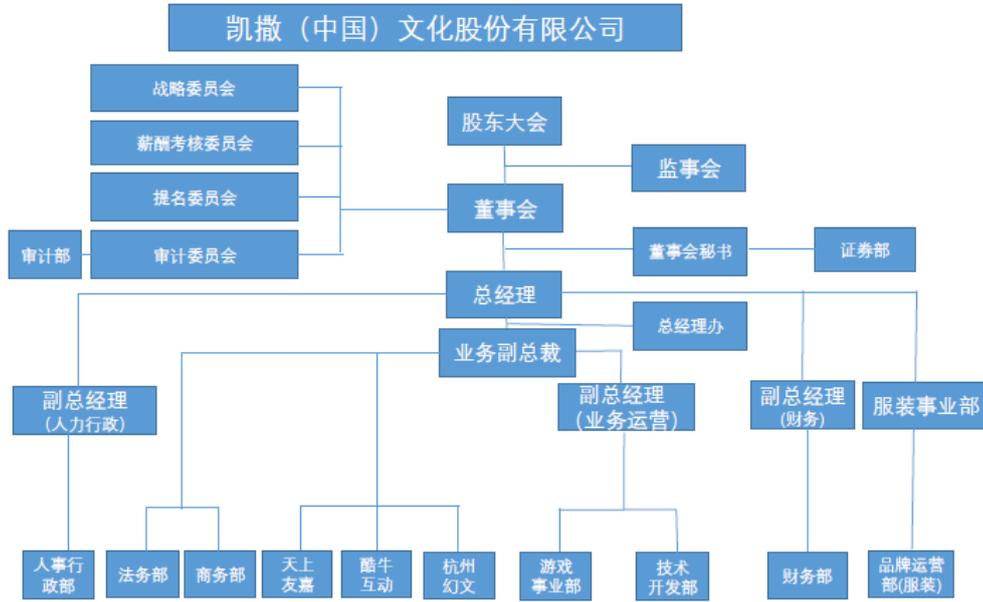
跟踪期内，公司的作为以 IP 版权运营和移动游戏为主的泛娱乐公司，移动游戏分成收入稳定，公司净利润，被收购公司业绩均达预期；公司 IP 库储备较为丰富，IP 运营能力较强，公司整体盈利能力较强，债务负担较轻。同时，联合评级也关注到移动游戏行业政策趋紧、市场竞争加剧、公司版权运营业务毛利率下降、在研游戏项目和动漫影视作品投资资金需求仍较大，在研游戏上线运营存在一定不确定性，应收账款大幅增长、应收账款的坏账损失和库存服装跌价损失侵蚀公司利润、商誉规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在研游戏上线，IP 版权运营业务稳步发展，以及拟筹备影视/动漫作品陆续推出，公司经营状况有望保持良好。

“17 凯文 01”由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。高新投为深圳市人民政府出资组建的国有控股公司，现已形成了担保业务、创投业务、小额贷款等全链条的金融服务产业，近年来股东对高新投支持力度较大，高新投资本较充足。高新投的担保对“17 凯文 01”债券信用水平的提升仍起到显著的积极作用。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”；同时维持“17 凯文 01”的债项信用等级为 AAA。

附件 1 凯撒（中国）文化股份有限公司 组织结构图



附件 2 凯撒（中国）文化股份有限公司 主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	46.31	47.88	49.53
所有者权益（亿元）	37.18	39.15	40.31
短期债务（亿元）	2.05	3.06	3.95
长期债务（亿元）	3.13	2.99	2.99
全部债务（亿元）	5.18	6.05	6.94
营业收入（亿元）	7.04	7.45	2.60
净利润（亿元）	2.49	2.78	1.17
EBITDA（亿元）	3.61	4.53	--
经营性净现金流（亿元）	1.99	1.37	-0.02
应收账款周转次数（次）	1.46	1.03	--
流动资产周转次数（次）	1.00	1.99	--
总资产周转次数（次）	0.16	0.16	--
现金收入比（%）	76.95	88.17	52.16
总资本收益率（%）	6.88	7.24	--
总资产报酬率（%）	5.36	6.73	--
净资产收益率（%）	6.94	7.29	3.02
营业利润率（%）	65.75	54.59	76.64
费用收入比（%）	34.18	32.82	32.40
资产负债率（%）	19.72	18.22	18.62
全部债务资本化比率（%）	12.23	13.38	14.69
长期债务资本化比率（%）	7.77	7.09	6.90
EBITDA 利息倍数（倍）	15.91	11.59	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.70	0.75	--
流动比率（倍）	1.76	1.61	1.73
速动比率（倍）	1.55	1.47	1.62
现金短期债务比（倍）	1.30	0.27	0.23
经营现金流动负债比率（%）	34.71	25.21	-0.33
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.20	1.51	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；除特别说明外，均指人民币；2、公司 2019 年一季度报表未经审计，相关指标未年化；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件3 深圳市高新投集团有限公司 主要计算指标及公式

项目	2015年	2016年	2017年	2018年9月
资产总额(亿元)	82.02	78.99	134.70	196.15
负债总额(亿元)	18.06	13.39	22.73	80.81
实际资产负债率(%)	18.87	13.11	14.24	39.24
所有者权益(亿元)	63.96	65.59	111.96	115.34
营业总收入(亿元)	9.34	11.01	15.05	13.49
担保业务收入(亿元)	4.94	5.30	7.23	5.10
投资收益(亿元)	1.62	1.72	0.87	0.50
净利润(亿元)	6.07	7.09	8.35	8.62
担保业务收入贡献度(%)	52.89	48.15	48.03	37.80
营业利润率(%)	87.38	86.51	73.77	83.25
营业费用率(%)	2.27	1.85	7.36	3.36
平均总资产收益率(%)	7.46	7.54	6.63	5.03
平均净资产收益率(%)	12.31	10.94	9.40	7.59
期末担保责任余额(亿元)	519.45	1,167.05	974.22	931.89
融资性担保责任余额(亿元)	148.54	781.62	621.32	547.92
融资性担保放大倍数(倍)	2.32	11.92	5.55	4.75
累计代偿率(%)	0.16	0.11	0.08	0.29
担保赔付率(%)	18.42	16.23	0.55	3.33
代偿准备金率(%)	27.72	23.00	0.94	3.77

指标名称	计算公式
单一最大客户集中度	单一最大客户担保责任余额/净资产余额
前十大客户集中度	前十大客户担保责任余额/净资产余额
担保代偿率	担保代偿额/解保责任额
代偿回收率	代偿回收额/担保代偿额
平均资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)
平均净资产收益率	净利润×2/(期初净资产总额+期末净资产总额)
净资本	经调整的资产—经调整的负债
净资产担保倍数	担保责任余额/净资产
净资本担保倍数	担保责任余额/净资本
净资本比率	净资本/净资产
资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年)^(1/(n-1))-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转率	营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
总资产周转率	营业收入/[期初总资产+期末总资产]/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。